

Istotność sprawozdań finansowych dla wyceny a stosowanie zasady memorialowej i konserwatyzm warunkowy

Karol Marek Klimczak, Jan Michalak*

Streszczenie: *Cel* – W artykule przedstawiono wyniki badania empirycznego, którego celem jest zmierzenie wpływu na wycenę rynkową kapitału własnego stosowania w sprawozdaniach finansowych spółek giełdowych zasady memorialu i konserwatyizmu warunkowego.

Metodologia badania – Badanie przeprowadzono z wykorzystaniem metodologii istotności dla wyceny na próbie spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie oraz na próbach porównywalnych spółek giełdowych z Niemiec i Francji. Badaniem objęto spółki sporządzające skonsolidowane sprawozdania finansowe zgodne z MSSF w latach 2005–2011.

Wynik – Wyniki badania pokazują, że istotność wyniku finansowego netto dla wyceny jest podobna wśród spółek polskich i w próbach porównywalnych spółek z Niemiec i Francji. Wycena rynkowa kapitału własnego spółek jest modyfikowana przez zmienne reprezentujące udział składników memorialowych w wyniku finansowym, asymetrię w rozpoznawaniu zysków i strat, udział wartości niematerialnych i prawnych w sumie aktywów, przy czym pomiędzy zmiennymi zaobserwowano istotne interakcje.

Oryginalność/wartość – Badanie przeprowadzono na podstawie porównania międzynarodowego z zastosowaniem prób porównywalnych, co pozwoliło na kontrolowanie wpływu czynników strukturalnych na wyniki. Pokazano, że różnice w istotności dla wyceny między spółkami polskimi a spółkami z rynków rozwiniętych można wyjaśnić za pomocą cech sprawozdań finansowych badanych spółek. Artykuł podejmuje niedyskutowane do tej pory w polskiej literaturze zagadnienie wpływu poziomu konserwatyizmu warunkowego sprawozdań finansowych spółek na wycenę.

Słowa kluczowe: wycena, sprawozdawczość, rynek regulowany

Wprowadzenie

Sprawozdawczość finansowa ma na celu dostarczanie informacji użytecznych dla inwestorów, kredytodawców i innych użytkowników zewnętrznych. Przyjęte w danym czasie i miejscu zasady rachunkowości stosowane przy sporządzaniu sprawozdań finansowych są jednak uzależnione od równowagi pomiędzy czynnikami ekonomicznymi i społecznymi (Zeff 2007). Procesy globalizacji oraz integracji regionalnej, jakie można zaobserwować w ostatnich dekadach, prowadzą do ujednoczenia sprawozdawczości finansowej, czego przykładem jest harmonizacja prawa o rachunkowości spółek prywatnych (Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2013/34/UE z dnia 26 czerwca 2013 r.) oraz standaryzacja

¹ dr Karol Marek Klimczak, Akademia Leona Koźmińskiego, ul. Jagiellońska 57/59, Warszawa, e-mail: kmklim@kozminski.edu.pl; dr Jan Michalak, Wydział Zarządzania, Uniwersytet Łódzki, ul. Jana Matejki 22/26, Łódź, e-mail: jmichal@uni.lodz.pl.

sprawozdawczości spółek publicznych (Rozporządzenie nr 1606/2002 Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 19 lipca 2002 r.) w Unii Europejskiej. Weryfikacja skuteczności podejmowanych działań w tym zakresie uzasadnia prowadzenie międzynarodowych badań porównawczych na podstawie danych finansowych spółek.

Celem poniższego opracowania jest określenie, w jaki sposób stosowanie zasady memoriałowej i konserwatyizmu warunkowego w sprawozdaniach finansowych spółek giełdowych wpływa na wycenę rynkową kapitału własnego spółek, których akcje notowane są na głównych rynkach regulowanych w Polsce, Niemczech i Francji. Cel ten zrealizowano poprzez zmierzenie istotności dla wyceny (ang. *value relevance*) wyniku finansowego netto i wartości księgowej kapitału własnego badanych spółek oraz zidentyfikowanie cech sprawozdań finansowych modyfikujących istotność dla wyceny: udziału składników memoriałowych w wyniku finansowym, asymetrii w rozpoznawaniu zdarzeń korzystnych i niekorzystnych (tzw. konserwatyizm warunkowy, ang. *conditional conservatism*) oraz udziału wartości niematerialnych i prawnych w sumie aktywów. Ponieważ pomiędzy badanymi krajami występują istotne różnice w strukturze populacji spółek pod względem rozmiaru i sektorów działalności, próby porównywalne z rynków zagranicznych zostały wybrane za pomocą metody wskaźnika zbieżności (Leuven i Sianesi 2012). Wyniki badania pokazują, że zidentyfikowane cechy sprawozdania finansowego mają istotne znaczenie dla wyceny spółek, podczas gdy kraj notowania akcji spółki nie ma istotnego wpływu na jej wycenę.

Metody badań w nurcie użyteczności dla wyceny należą do nurtu pozytywnego w badaniach z zakresu rachunkowości (Watts, Zimmermann 1986). Pozwalają one na ocenę alternatywnych metod lub praktyk sprawozdawczości finansowej poprzez zmierzenie wpływu ich stosowania na wycenę akcji spółek na podstawie modeli wyceny fundamentalnej (Easton i Harris 1991; Ohlson 1995), które modyfikuje się poprzez dodanie zmiennych będących przedmiotem badania. Metoda ta jest powiązana z badaniami nad cechami wielkości finansowych publikowanych w sprawozdaniach (Barton i in. 2010), do których należą cechy poddane badaniu w niniejszym artykule. Metody pomiaru istotności dla wyceny były już stosowane do badania efektów ewolucji sprawozdawczości finansowej w Polsce (Dobija, Klimczak 2010) oraz efektów wprowadzenia MSSF (Klimczak 2012), jednak nie prowadzono dotychczas badań nad wpływem stopnia zastosowania zasady memoriałowej ani konserwatyizmu warunkowego na wycenę spółek.

Zasada memoriałowa stanowi podstawę współczesnej sprawozdawczości finansowej, ponieważ umożliwia osobom sporządzającym sprawozdanie uwzględnienie w elementach sprawozdania oczekiwań władz spółki co do przyszłych zmian w jej sytuacji finansowej i zyskowości. Jednak badania prowadzone na rynkach rozwiniętych wskazują, że zakres stosowania zasady memoriałowej przez spółki ma wpływ na przewidywalność i stabilność wyniku finansowego (Dechow, Schrand 2004), czego rezultatem jest zróżnicowanie w użyteczności wyniku finansowego dla wyceny rynkowej kapitału własnego spółek (Gaio, Raposo 2011). Ze stosowaniem zasady memoriałowej powiązane jest zjawisko konserwatyizmu warunkowego, przejawiającego się w asymetrii rozpoznawania korzystnych i niekorzystnych zdarzeń

ekonomicznych, ponieważ zasada memoriałowa wpływa na moment rozpoznania zdarzeń gospodarczych (Beaver, Ryan 2005). Badanie empiryczne przeprowadzone na próbie spółek z 20 krajów wykazało, że konserwatyzm warunkowy ma znaczenie dla wyceny w krajach, gdzie zasada memoriału stosowana jest w szerokim zakresie (Brown i in. 2006). Jednocześnie inne badanie wykazało (André i in. 2013), że konserwatyzm jest negatywnie uzależniony od udziału wartości niematerialnych i prawnych w sumie aktywów, co w połączeniu z dowodami na pozytywny wpływ rozpoznawania tych składników aktywów na wycenę (Cheol Lee, Sung Wook Yoon 2012) prowadzi do wniosku, że interakcje pomiędzy udziałem składnika memoriałowego w wyniku finansowym, konserwatyzmem warunkowym i udziałem aktywów niematerialnych i prawnych w sumie aktywów mogą wchodzić w skład wpływu na wycenę spółek.

1. Metoda badania

Badanie przeprowadzono na podstawie informacji z rocznych skonsolidowanych sprawozdań finansowych spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 2005–2011 oraz na dobranych próbach porównywalnych spółek z giełd w Paryżu i Frankfurtach, prowadzonych przez NYSE Euronext Inc. oraz Deutsche Boerse AG. Tradycja rachunkowości w badanych krajach jest zaliczana do grupy kontynentalnej, charakteryzującej się wysokim poziomem ostrożności w wycenie składników bilansu, niewielkim zapotrzebowaniem użytkowników zewnętrznych na informacje finansowe oraz ścisłymi związkami między rachunkowością bilansową i podatkową (Krasodomska 2010). W badanym okresie we wszystkich trzech krajach wprowadzony został obowiązek sporządzania sprawozdań skonsolidowanych w sposób zgodny z Międzynarodowymi Standardami Sprawozdawczości Finansowej, co spowodowało znaczne zmiany w sposobie sporządzania sprawozdań (Ding i in. 2006; Jaruga i in. 2007).

Zgodnie z powszechną praktyką z próby wykluczono spółki z sektorów SIC 6 (finanse, ubezpieczenia i nieruchomości) oraz SIC 9 (administracja publiczna) ze względu na przepisy prawa, które ograniczają swobodę podejmowania decyzji gospodarczych przez spółki z tych sektorów, oraz stosowanie odmiennych zasad sprawozdawczości finansowej. Usunięto także obserwacje spółek o ujemnych wartościach kapitału własnego, ponieważ model zastosowany w badaniu wymaga obliczenia wskaźnika zwrotu na kapitale własnym. Natomiast obserwacje spółek przynoszących straty pozostawiono w próbie, lecz wpływ tych obserwacji na istotność dla wyceny jest kontrolowany za pomocą zmiennej zero-jedynkowej *negearn*. Dane do badania pobrano z bazy danych Infinitentials, która udostępnia dane opracowane przez World’vest Base Inc. Kapitalizacja spółek była mierzona na koniec roku obrotowego zgodnie z argumentami przedstawionymi przez Klimczaka i Szafrąńskiego (2013).

Zmienna reprezentująca udział składników memoriałowych w wyniku finansowym, *accruals*, została obliczona jako iloraz przepływów pieniężnych netto z działalności operacyjnej i wyniku finansowego netto (Dechow i in. 2010). Wskaźnik ten przyjmuje wysokie wartości dla spółek charakteryzujących się wysokim poziomem stosowania memoriału. Przygotowując badanie, przeprowadzono próby oszacowania wartości komponentów wyniku finansowe-

go za pomocą regresji liniowej (Dechow, Schrand 2004), lecz uzyskana w ten sposób zmienna cechowała się wysoką wariancją i nie wpływała istotnie na użyteczność dla wyceny.

Zmienna reprezentująca konserwatyzm warunkowy, *cscore*, została oszacowana za pomocą metody regresji, która pozwala na ocenę wartości zmiennej dla każdej obserwacji w próbie (Khan, Watts 2009). Najpierw oszacowano model konserwatyizmu warunkowego, w którym zmienną zależną był wskaźnik zwrotu na kapitale własnym, natomiast zmiennymi niezależnymi interakcje stopy zwrotu z inwestycji w akcje spółki, zmiennej zero-jedynkowej oznaczającej obserwacje o negatywnych wartościach stóp zwrotu, oraz zmiennych wpływających na poziom konserwatyizmu: logarytmu kapitalizacji rynkowej, wskaźnika zadłużenia kapitału własnego i wskaźnika wartości rynkowej do księgowej kapitału własnego. Następnie obliczono wartość prognozy z modelu dla każdej obserwacji, jednak uwzględniając tylko składnik asymetryczny, czyli interakcje ze zmienną zero-jedynkową. Uzyskane wartości zostały następnie zestandaryzowane, ponieważ uzyskana na podstawie opisanej metody miara jest miarą relatywną. Na jej podstawie można więc porównać poziom konserwatyizmu między obserwacjami, ale nie można określić absolutnego poziomu konserwatyizmu ani porównać jego wartości z wynikami innych badań.

Dobór próby przeprowadzono według odmiennych zasad dla spółek polskich i spółek zagranicznych. Ponieważ celem badania było porównanie spółek z różnych krajów, konieczne było ograniczenie wpływu znanych czynników ograniczających porównywalność. Rynki zagraniczne cechują się dłuższą tradycją gospodarki wolnorynkowej, więc notowane są tam spółki o znacznie większych rozmiarach niż na rynku polskim. Spośród populacji spółek polskich zostały więc usunięte spółki o przychodach ze sprzedaży poniżej 40 milionów euro w ostatnim roku próby, do których nie można było dopasować spółek porównywalnych z pozostałymi dwoma rynkami. Spółki porównywalne z rynków zagranicznych zostały dobrane za pomocą metody wskaźnika zbieżności obliczanego na podstawie kapitalizacji rynkowej spółki (Leuven, Sianesi 2012). Spółki były dobierane po kolei dla każdej spółki polskiej, bez zwracania, w grupach o tych samych dwóch pierwszych cyfrach kodu sektora SIC i tym samym decylnym rozkładzie kapitalizacji rynkowej (poziom dopasowania 1). Jeśli spółka porównywalna nie została znaleziona, grupa była poszerzana o dwa sąsiednie decyle kapitalizacji (poziom dopasowania 2), następnie do grupy włączane były spółki różniące się drugą cyfrą kodu SIC (poziom dopasowania 3). Wyniki dopasowania próby przedstawiono w tabeli 1.

Tabela 1

Liczba dopasowanych spółek w zależności od poziomu dopasowania

Poziom dopasowania	Spółki niemieckie	Spółki francuskie
1 – najbliższe	51	59
2	26	49
3 – najdalsze	69	49
Razem	146	157

Źródło: opracowanie własne.

Zastosowanie metody prób dobieranych spowodowało zmniejszenie różnic pomiędzy porównywanymi próbami w zakresie kapitalizacji rynkowej, wartości księgowej kapitału własnego i wyniku finansowego, a także wskaźnika wartości rynkowej do księgowej kapitału własnego (*mtbv*), lecz wyniki testu Manna-Whitneya wskazują na występowanie kilku istotnych różnic w wartościach pozostałych zmiennych (tab. 2). Spółki polskie są zazwyczaj bardziej zyskowe (*ni/bv*), w mniejszym stopniu zadłużone (*debt/bv*) oraz posiadają mniej aktywów niematerialnych i prawnych (*intangibles*) niż spółki zagraniczne. Udział składników memoriałowych w wyniku finansowym (*accruals*) nie jest zróżnicowany między krajami, natomiast stopień konserwatyizmu warunkowego (*cscore*) wśród spółek polskich jest mniejszy o 0,6 odchylenia standardowego od spółek niemieckich i francuskich. Analiza rozkładu pokazuje, że mediana jest znacznie niższa wśród spółek polskich, gdzie wynosi $-0,61$ w porównaniu do $-0,12$ i $-0,04$. Zatem spółki polskie charakteryzują się mniejszą asymetrią w rozpoznawaniu zdarzeń korzystnych i niekorzystnych w wyniku finansowym od spółek zagranicznych.

W celu określenia wpływu cech sprawozdań finansowych na istotność dla wyceny wartości księgowej i wyniku finansowego, zastosowano skalowaną postać modelu Ohlsona (1995) zaproponowaną przez Rees i Valentincic (2013). Zmienną zależną modelu jest wskaźnik wartości rynkowej do księgowej kapitału własnego (*mtbv*), natomiast zmiennymi niezależnymi są odwrotność wartości księgowej kapitału własnego (*l/bv*), iloraz wartości wyniku finansowego i wartości księgowej kapitału własnego (*ni/bv*) oraz zmienna pozostałe informacje (*v*), oszacowana jako standaryzowana reszta z modelu regresji wartości księgowej, efektu sektora i efektu roku na wartość kapitalizacji spółki, opóźniona o jeden okres.

Tabela 2

Statystyki opisowe w podziale na kraj notowania akcji spółki

Zmienna	Średnia	Odch. st.	N	Min.	Q1	Q2	Q3	Max.
1	2	3	4	5	6	7	8	9
Spółki notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie								
Mtbv	1,74	1,65	537	0,29	0,76	1,20	1,98	8,36
ni/bv	0,09	0,18	537	-0,95	0,03	0,10	0,17	0,51
accruals	-0,08	0,24	537	-1,27	-0,17	-0,06	0,05	0,61
cscore	-0,45	0,85	537	-2,13	-0,90	-0,61	-0,21	4,07
debt/bv	0,26	0,39	537	0,00	0,01	0,11	0,33	3,33
intangibles	0,10	0,14	537	0,00	0,01	0,03	0,13	0,57
Próba dobierana spółek notowanych na giełdzie Deutsche Boerse w Niemczech								
Mtbv	1,74	1,34	783	0,29	0,91	1,34	2,24	8,36
ni/bv	0,06	0,23	783	-0,95	0,02	0,1	0,17	0,51
accruals	-0,11	0,29	783	-1,27	-0,21	-0,08	0,02	0,61
cscore	0,12	0,94	783	-1,24	-0,44	-0,12	0,34	6,92
debt/bv	0,43	0,64	783	0,00	0,02	0,19	0,55	3,33
intangibles	0,14	0,15	783	0,00	0,02	0,08	0,21	0,57

1	2	3	4	5	6	7	8	9
Próba doborzana spółek notowanych na giełdzie Euronext Paris we Francji								
Mtbv	1,84	1,45	893	0,29	0,87	1,42	2,34	8,36
ni/bv	0,08	0,20	893	-0,95	0,04	0,11	0,18	0,51
accruals	-0,11	0,26	893	-1,27	-0,17	-0,07	0,01	0,61
cscore	0,18	0,99	893	-1,67	-0,41	-0,04	0,49	6,58
debt/bv	0,48	0,66	893	0,00	0,08	0,26	0,58	3,33
intangibles	0,17	0,14	893	0,00	0,06	0,12	0,25	0,57
Cała próba								
Mtbv	1,78	1,47	2213	0,29	0,86	1,34	2,23	8,36
ni/bv	0,07	0,21	2213	-0,95	0,03	0,10	0,17	0,51
accruals	-0,10	0,27	2213	-1,27	-0,19	-0,07	0,02	0,61
cscore	0,00	0,97	2213	-2,13	-0,58	-0,19	0,29	6,92
debt/bv	0,41	0,60	2213	0,00	0,04	0,19	0,50	3,33
intangibles	0,14	0,15	2213	0,00	0,02	0,09	0,22	0,57

Źródło: opracowanie własne.

W podstawowej postaci modelu uwzględniono ponadto efekt kraju poprzez wprowadzenie interakcji zmiennej *ni/bv* ze zmienną zero-jedynkową oznaczającą obserwacje z danej próby porównywalnej (D dla Niemiec, F dla Francji). Ponieważ model był szacowany za pomocą metody regresji panelowej z ustalonym efektem spółki, nie wprowadzono tej zmiennej jako zmiennej addytywnej.

Model 1:

$$mtbv_{it} = \alpha + \beta_1 \frac{1}{bv_{it}} + \beta_2 \frac{ni_{it}}{bv_{it}} + \beta_3 v_{it} + \beta_4 D_i \frac{ni_{it}}{bv_{it}} + \beta_5 F_i \frac{ni_{it}}{bv_{it}} + u_{it}$$

Model został następnie rozbudowany poprzez dołączenie zmiennych mierzących cechy sprawozdania finansowego omówione powyżej, czyli udział składników memoriałowych w wyniku finansowym (*accruals*), konserwatyzm warunkowy (*cscore*) i udział wartości niematerialnych i prawnych w sumie aktywów (*intangibles*).

Model 1a:

$$mtbv_{it} = \alpha + \beta_1 \frac{1}{bv_{it}} + \beta_2 \frac{ni_{it}}{bv_{it}} + \beta_3 v_{it} + \beta_4 D_i \frac{ni_{it}}{bv_{it}} + \beta_5 F_i \frac{ni_{it}}{bv_{it}} + \beta_6 negearn_{it} + \beta_7 negearn_{it} * \frac{ni_{it}}{bv_{it}} + \beta_8 accruals_{it} + \beta_9 cscore_{it} + \beta_{10} accruals_{it} * cscore_{it} + \beta_{11} intangibles_{it} + \beta_{12} intangibles_{it} * cscore_{it} + u_{it}$$

Tabela 3

Macierz korelacji zmiennych modelu

	1/bv	ni/bv	v	accruals	cscore	intangibles
1/bv	1					
ni/bv	-0,26	1				
v	-0,45	0,09	1			
accruals	-0,19	0,61	0,01	1		
cscore	0,43	-0,11	-0,39	-0,19	1	
intangibles	-0,04	-0,04	0,03	-0,06	0,04	1

Źródło: opracowanie własne.

Macierz korelacji (tab. 3) wskazuje na występowanie istotnej, lecz niezbyt silnej zależności pomiędzy zmienną pozostałe informacje (*v*) a wartością księgową kapitału własnego i zmienną *cscore*, a także pomiędzy zmienną *cscore* mierzącą stopień konserwatyizmu warunkowego a wartością księgową kapitału własnego.

2. Wyniki

Modele 1 i 1a zostały oszacowane za pomocą metody regresji panelowej z ustalonym efektem spółki. Wyniki estymacji modelu podstawowego, oznaczonego jako model 1, wskazują na istotne znaczenie wartości księgowej kapitału własnego (*1/bv*) oraz pozostałych informacji (*v*) dla wyceny akcji spółek. Natomiast oszacowanie efektu kraju za pomocą modelu 1 nie dostarcza żadnych dowodów na występowanie istotnego zróżnicowania w użyteczności dla wyceny wyniku finansowego pomiędzy badanymi krajami. Po dodaniu zmiennych kontrolnych oraz zmiennych wyrażających cechy sprawozdania finansowego parametry uległy istotnym zmianom, a jednocześnie poprawił się stopień dopasowania modelu (R-kwadrat wzrósł z 16% na 60%). Wyniki estymacji modelu 1a wskazują na istotne znaczenie wyniku finansowego netto (*ni/bv*), podczas gdy wartość księgową kapitału własnego (*1/bv*) traci na znaczeniu. Zmienna pozostałe informacje (*v*) jest w dalszym ciągu istotna, lecz parametr przy niej stojący jest znacznie niższy od poprzedniego. Zmienna *negearn* jest istotna w interakcji z wynikiem finansowym, przy czym wartość parametru jest ujemna i zbliżona do wartości parametru stojącego przed zmienną wynik finansowy, co wskazuje na redukcję wpływu wyniku finansowego na wycenę w przypadku wystąpienia strat.

Tabela 4

Wyniki estymacji modelu 1 oraz modelu 1a

	Model 1	Model 1a
Zmienna zależna	mtbv	mtbv
Zmienne niezależne		
1/bv	7936,85 *** (5,05)	2554,18 (1,84)
ni/bv	0,9063 (1,14)	2,3744 *** (4,35)
v	-0,8491 *** (-7,17)	-0,1944 ** (-2,65)
Niemcy*ni/bv	-1,2129 (-1,39)	-0,6180 (-1,38)
Francja*ni/bv	0,9999 (1,09)	0,3132 (0,72)
negearn		-0,1301 (-1,83)
negearn*ni/bv		-2,1686 *** (-5,25)
accruals		0,0362 (0,24)
cscore		1,3976 *** (11,57)
accruals*cscore		0,3521 *** (3,84)
intangibles		-1,4897 *** (-3,61)
intangibles*cscore		-0,7890 * (-2,56)
Skorygowany R-kwadrat	0,1622	0,6027
Liczba obserwacji (N)	2213	2213
Liczba spółek	409	409
RMSE	0,8447	0,5826

Źródło: opracowanie własne.

Zmienna *accruals* nie jest istotna statystycznie, natomiast istotna jest zmienna *cscore*, wyrażająca poziom konserwatyizmu warunkowego. Parametr stojący przed tą zmienną jest dodatni, co wskazuje na pozytywny wpływ konserwatyizmu na wycenę spółek. Zwiększenie zmiennej *cscore* o jedno odchylenie standardowe powoduje wzrost wskaźnika *mtbv* o 1,40. Wpływ konserwatyizmu warunkowego na wycenę jest zależny od udziału składników memoriałowych w wyniku finansowym oraz od udziału wartości niematerialnych

i prawnych w sumie aktywów spółki. Interakcja zmiennych *accruals* i *cscore* jest istotna statystycznie, co jest zgodne z hipotezą o wzroście znaczenia konserwatyzmu w przypadku spółek o wysokim udziale składników memoriałowych w wyniku finansowym. Wzrost wartości interakcji o jedno odchylenie standardowe powoduje wzrost wskaźnika *mtbv* o około 0,20. Istotna jest także interakcja zmiennej *cscore* i zmiennej *intangibles*, w przypadku której zmiana o jedno odchylenie standardowe powoduje spadek wartości wskaźnika *mtbv* o 0,17. Spółki o wysokim udziale wartości niematerialnych i prawnych w sumie aktywów charakteryzują się niższą wartością od pozostałych spółek, bez względu na poziom konserwatyzmu.

Uwagi końcowe

Wyniki badania wskazują, że różnice w istotności informacji pochodzących ze sprawozdań finansowych dla wyceny rynkowej kapitału własnego spółek wynikają raczej z indywidualnych cech spółek niż z kraju notowania akcji. Na tle porównywalnych prób spółek niemieckich i francuskich, dobranych pod względem rozmiaru i sektora działalności, polskie spółki charakteryzują się wyższą zyskownością, niższym poziomem konserwatyzmu warunkowego, niższym udziałem wartości niematerialnych i prawnych w sumie aktywów, natomiast nie różnią się stopniem stosowania zasady memoriałowej. Różnice w zyskowności, poziomie konserwatyzmu warunkowego, udziale wartości niematerialnych i prawnych są mniejsze, niż można by oczekiwać przy porównaniu spółek z kraju transformacji systemowej ze spółkami z krajów rozwiniętych, co można interpretować jako dowód na skuteczność standaryzacji sprawozdawczości finansowej poprzez wprowadzenie obowiązku stosowania Międzynarodowych Standardów Sprawozdawczości Finansowej przez spółki notowane na rynkach regulowanych w Unii Europejskiej. Może to być również dowodem wysokiego stopnia zaawansowania transformacji gospodarczej i transformacji rynku kapitałowego w Polsce.

Spośród badanych cech sprawozdań finansowych, na istotność dla wyceny wpływa poziom konserwatyzmu warunkowego, interakcja konserwatyzmu warunkowego i stopnia stosowania memoriału, a także udział wartości niematerialnych i prawnych w sumie aktywów oraz interakcja tej zmiennej z konserwatyzmem warunkowym. Należy zauważyć, że zakres stosowania memoriału wpływa na wycenę spółek tylko w połączeniu z konserwatyzmem warunkowym, przy czym wpływ ten jest pozytywny, co sugeruje, że znaczenie konserwatyzmu warunkowego wzrasta wraz ze stosowaniem memoriału. Natomiast wbrew wynikom wcześniejszych badań prezentowanych literaturze (André i in. 2013), nie wykazano pozytywnego wpływu konserwatyzmu w przypadku wysokiego udziału wartości niematerialnych i prawnych w sumie bilansowej. Wręcz przeciwnie, wyniki wskazują, że konserwatyzm dodatkowo obniża wycenę spółek o wysokim udziale tych aktywów w sumie bilansowej. Odmienność wyników uzyskanych przez autorów i wcześniejszych badań we wpływie interakcji udziału wartości niematerialnych i praw-

nych oraz konserwatyizmu na wycenę kapitału własnego wskazują na konieczność prowadzenia dalszych badań w tym zakresie.

Wyniki badania przyczyniają się do rozwoju wiedzy z rachunkowości i finansów w następujących obszarach. Po pierwsze, włączają się w nurt badań pozytywnych pozwalających na ocenę alternatywnych praktyk sprawozdawczości finansowej, takich jak stopień zastosowania zasady memoriału dla wyceny akcji spółek na podstawie modeli wyceny fundamentalnej. Po drugie, artykuł podejmuje niedyskutowane do tej pory zagadnienie wpływu poziomu konserwatyizmu warunkowego sprawozdań finansowych spółek na wycenę spółek. Po trzecie, włączając się w światowy nurt badań porównawczych nad wpływem harmonizacji sprawozdawczości finansowej na istotność informacji sprawozdań finansowych dla wyceny spółek, badanie wykorzystuje dobór prób porównywalnych za pomocą metody wskaźnika zbieżności (Leuven, Sianesi 2012). Taki dobór próby nie był dotychczas stosowany w badaniach porównawczych w polskiej literaturze przedmiotu.

Literatura

- André P., Filip A., Paugam L. (2013), *Impact of Mandatory IFRS Adoption on Conditional Conservatism in Europe* (SSRN Scholarly Paper No. ID 2333532), Social Science Research Network, Rochester, NY; <http://papers.ssrn.com/abstract=2333532> (20.01.2014).
- Barton J., Hansen T.B., Pownall G. (2010), *Which Performance Measures Do Investors Around the World Value the Most—and Why?*, „Accounting Review” nr 85 (3), s. 753–789.
- Beaver W.H., Ryan S.G. (2005), *Conditional and Unconditional Conservatism: Concepts and Modeling*, „Review of Accounting Studies” nr 10 (2/3), s. 269–309.
- Brown W.D., He H., Teitel K. (2006), *Conditional Conservatism and the Value Relevance of Accounting Earnings: An International Study*, „European Accounting Review” nr 15 (4), s. 605–626.
- Cheol Lee, Sung Wook Yoon (2012), *The Effects of Goodwill Accounting on Informativeness of Earnings: Evidence from Earnings Persistence and Earnings’ Ability to Predict Future Cash Flows*, „Journal of Accounting Finance” nr 12 (3), 124–147.
- Dechow P.M., Schrand C.M. (2004), *Earnings Quality*, Research Foundation of CFA Institute.
- Dechow P., Ge W., Schrand C. (2010), *Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences*, „Journal of Accounting and Economics” nr 50 (2–3), s. 344–401.
- Ding Y., Hope O.-K., Jeanjean T., Stolowy H. (2006), *Differences between domestic accounting standards and IAS: Measurement, determinants and implications*, „Journal of Accounting and Public Policy” nr 26 (1), s. 1–38.
- Dobija D., Klimczak K.M. (2010), *Development of accounting in Poland: Market efficiency and the value relevance of reported earnings*, „The International Journal of Accounting” nr 4 (3), s. 356–374.
- Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2013/34/UE z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie rocznych sprawozdań finansowych, skonsolidowanych sprawozdań finansowych i powiązanych sprawozdań niektórych rodzajów jednostek, zmieniająca dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2006/43/WE oraz uchylająca dyrektywę Rady 78/660/EWG i 83/349/EWG.
- Easton P.D., Harris T.S. (1991), *Earnings As an Explanatory Variable for Returns*, „Journal of Accounting Research” nr 29 (1), s. 19–36.
- Gaio C., Raposo C. (2011), *Earnings quality and firm valuation: international evidence*, „Accounting and Finance” nr 51 (2), s. 467–499.
- Jaruga A., Fijalkowska J., Jaruga-Baranowska M., Frenzel M. (2007), *The Impact of IAS/IFRS on Polish Accounting Regulations and their Practical Implementation in Poland*, „Accounting in Europe” nr 4 (1), s. 67–78.
- Khan M., Watts R.L. (2009), *Estimation and empirical properties of a firm-year measure of accounting conservatism*, „Journal of Accounting and Economics” nr 48 (2/3), s. 132–150.
- Klimczak K.M. (2011), *Market reaction to mandatory IFRS adoption: evidence from Poland*, „Accounting Management Information Systems” nr 10 (2), s. 228–248.

- Klimczak K.M., Szafrński, G. (2013), *Coincident and Forecast Relevance of Accounting Numbers*, „Accounting Research Journal” nr 26 (3), s. 239–255.
- Krasodomska J. (2010), *Anglosaski i kontynentalny model rachunkowości na przykładzie wybranych krajów*, „Zeszyty teoretyczne rachunkowości” nr 55 (111), s. 119–137.
- Leuven E., Sianesi B. (2012), *PSMATCH2: Stata module to perform full Mahalanobis and propensity score matching, common support graphing, and covariate imbalance testing*, Wersja 4.0.6; <http://ideas.repec.org/c/boc/bocode/s432001.html> (20.01.2014).
- Ohlson J.A. (1995), *Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation*, „Contemporary Accounting Research” nr 11 (2), s. 661–687.
- Rees W., Valentincic A. (2013), *Dividend Irrelevance and Accounting Models of Value*, „Journal of Business Finance and Accounting” nr 40, s. 646–672.
- Rozporządzenie nr 1606/2002 Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 19 lipca 2002 r. w sprawie stosowania międzynarodowych standardów rachunkowości (z późn. zm.).
- Watts R., Zimmerman J.L. (1986), *Positive accounting theory*, Prentice-Hall, Englewood Cliffs N.J.
- Zeff S.A. (2007), *The SEC rules historical cost accounting: 1934 to the 1970s*, „Accounting and Business Research” nr 37, s. 49–62.

VALUE RELEVANCE OF FINANCIAL STATEMENTS, ACCRUALS INTENSITY AND CONDITIONAL CONSERVATISM

Abstract: *Purpose* – The goal of this study is to measure the impact of accruals intensity and conditional conservatism on the value relevance of earnings among Polish listed companies. *Design/Methodology/approach* – We use the value relevance method and panel regressions to study Polish listed companies and compare them to matched samples of German and French companies over the period of 2005–2011.

Findings – We find no evidence of differences in valuation resulting from country effects. However cross-sectional differences in accruals intensity, conditional conservatism and the intensity of intangibles are value relevant. We find that the interactions between the three variables are significant in explaining value.

Originality/value – We carry out an international comparative study with the use of matched samples, which allows us to control for structural differences between country samples. We find that the international differences in value relevance can be explained by firm-specific factors.

Keywords: financial reporting, valuation, regulated markets

Cytowanie

- Klimeczak K.M., Michalak J. (2014), *Istotność sprawozdań finansowych dla wyceny a stosowanie zasady memoriałowej i konserwatyzm warunkowy*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 803 „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” nr 66, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin, s. 123–133; www.wneiz.pl/frfu.

